

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XVIII
Tabellenverzeichnis	XIX
Abkürzungsverzeichnis	XXII
1. Einführung	1
1.1 Ausgangssituation	1
1.1.1 Erfolgsprobleme von Venture Capital-Gesellschaften (VCG)	1
1.1.2 Ursachen für Erfolgsprobleme von VCG	5
1.1.3 Forschungslücke zu Erfolgsstrategien deutscher VCG	8
1.2 Zielsetzung und methodischer Hintergrund der Arbeit	9
1.3 Struktur und Leitfragen der Untersuchung	11
2. Definition, Gestaltung, Ziele und Aktivitäten von VCG	15
2.1 Definition und Abgrenzung von VCG	15
2.2 Organisatorische Gestaltung von VC-Finanzierungen	21
2.3 Ziele und Bedeutung von VC	24
2.3.1 Gesamtwirtschaftlicher Nutzen von VC	24
2.3.2 Ziele von Kapitalgebern der VCG.	28
2.3.3 Ziele von VCG	31
2.3.4 Grundanforderungen von Kapitalnehmern	32
2.4 Aktivitäten von VCG: Phasenorientiertes Geschäftsmodell und Managementinstrumentarium	34
2.4.1 Finanzierungsphasen	35
2.4.2 Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von und Beteiligungsverhandlung mit potentiellen Portfoliounternehmen (PU)	38
2.4.3 Managementunterstützung für PU	41
2.4.4 Desinvestition von PU	44
3. Rahmenbedingungen und Entwicklung des deutschen VC-Marktes	47
3.1 VC als Segment des Eigenkapitalmarktes	47
3.1.1 Einordnung von VC als Eigenkapitalmarktsegment	48
3.1.1.1 Aufbringung von Risikokapital auf Wertpapierbörsen	50
3.1.1.2 Aufbringung von Risikokapital auf dem VC-Markt	53
3.1.1.3 Aufbringung von Risikokapital auf dem grauen Kapitalmarkt.	53
3.1.1.4 Hemmnisse der Eigenfinanzierung nicht börsenreifer Unternehmen	53
3.1.2 VC-Markt: Segmentierung und Teilnehmer	55

3.2	Rechtliche, steuerliche und gesellschaftliche Rahmenbedingungen für VC in Deutschland	57
3.2.1	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG)	58
3.2.2	Beteiligungs-Sondervermögen im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften	66
3.2.3	Regelungen über eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen	69
3.2.4	Grundlagen und Besonderheiten der Besteuerung von VC	71
3.2.5	Gesellschaftliche Rahmenbedingungen für VC	74
3.3	Finanzielle Förderung von VC in Deutschland	77
3.3.1	Wesentliche Förderprogramme im Überblick	77
3.3.2	Besonderheiten der Förderung in den neuen Bundesländern	82
3.3.3	Erkenntnisse zum Erfolg der Förderprogramme	83
3.4	Entwicklung, erreichte Marktgröße und Struktur des VC-Marktes in Deutschland	86
3.5	Deutscher VC-Markt im internationalen Vergleich	95
4.	Finanzierungstheoretische Einordnung von VC	101
4.1	Perspektive und Diskussion der neoklassischen Finanzierungstheorie	103
4.2	Perspektive der Institutionen- und Informationsökonomie	109
4.2.1	Property Rights-Theorie	109
4.2.2	Agency-Theorie	113
4.2.3	Asymmetrische Informationsverteilung	122
4.2.4	Transaktionskostenansatz	124
4.2.5	Vertragstheorie	127
4.2.6	Zusammenfassende Bewertung der Relevanz der institutionen- und informationsökonomischen Ansätze	129
4.3	Implikationen der institutionen- und informationsökonomischen Ansätze: VC als zweistufiges Principal-Agent-Problem	130
4.3.1	Einzelimplikationen der Agency-Theorie	130
4.3.2	Einzelimplikationen der asymmetrischen Informationsverteilung	131
4.3.3	Einzelimplikationen des Transaktionskostenansatzes	133
4.3.4	Übergreifende Implikationen der Institutionen- und Informationsökonomie für VC-Finanzierungen	134
4.4	Begründung für die Entstehung von VC-Märkten	137
4.5	Relevanz von VCG als Intermediäre	139
4.5.1	Qualitative Argumente zur Relevanz von VCG	139
4.5.2	Formale Abbildung der Bedingungen für eine Relevanz von VCG	140
4.6	Funktionen von Intermediären auf dem VC-Markt	144

5. Stand und Probleme der Forschung zu Erfolgsstrategien von VCG vor dem Hintergrund des eigenen Untersuchungsansatzes	147
5.1 Grundüberlegungen und Systematisierung des Literaturfeldes	147
5.2 Übersicht zum Forschungsstand	154
5.2.1 Forschungsstand zur Erfolgsmessung	154
5.2.2 Multivariate Studien zu Einzelgesellschaften und Portfolios/VCG.	157
5.3 Kritische Bewertung von Erfolgsmeßansätzen in Theorie und Praxis	162
5.4 Variablenblockmodell der eigenen Untersuchung	177
5.5 Angewandte Untersuchungsmethoden.	179
5.6 Wesentliche Befunde zu potentiellen Erfolgsdeterminanten	180
5.6.1 Geschäftspolitik und Struktur von VCG	181
5.6.2 Merkmale von Portfolioinvestments.	185
5.6.3 Bedeutung der Desinvestitionskanäle für den Beteiligungserfolg.	191
5.6.4 Industriestruktur und Markt der PU	193
5.6.5 Strategie von PU	197
5.6.6 Geschäftsplanung von PU.	199
5.6.7 Management von PU	203
5.6.8 Managerfluktuation als Sonderaspekt von PU-Management und Interaktion zwischen VCG und PU	208
5.6.9 Interaktion zwischen VCG und PU	210
5.7 Zusammenfassung der literaturgestützten Hypothesen zu Erfolgsdeterminanten von VC-Investitionen	215
6. Datenerhebung und Stichprobe der eigenen Untersuchung	217
6.1 Erhebungsdesign und Erhebungsinstrument.	217
6.1.1 Aufbau und Gestaltung des verwendeten Fragebogens.	219
6.1.2 Vorgehen bei der Datenerhebung.	222
6.2 Charakteristika und Repräsentativität der vorliegenden Stichprobe.	228
6.2.1 Charakteristika der vorliegenden Stichprobe	229
6.2.2 Vergleich der Stichprobe mit dem VC-Markt	229
6.2.3 Zusammenfassende Befunde zur Stichprobenrepräsentativität.	234
7. Erfolgsstrategien von VCG: Deskriptive Statistiken und einfache Zusammenhangsanalysen.	235
7.1 Charakteristika der Erfolgskriterien	236
7.1.1 Messung des Beteiligungserfolges in der eigenen Erhebung	236
7.1.2 Deskriptive Statistiken und Zusammenhänge zwischen Erfolgsmaßen	238

7.2	Deskriptive Statistiken und Erfolgswirkungen von Aspekten der Geschäftspolitik und Struktur von VCG	247
7.3	Merkmale von Portfolioinvestments	254
	7.3.1 Deskriptive Statistiken zu Teilnehmungsmerkmalen	254
	7.3.2 Erfolgswirkungen der Teilnehmungsmerkmale	258
	7.3.3 Finanzierungsphase und Desinvestitionskanal	260
7.4	Markt und Industriestruktur der PU	266
	7.4.1 Branchenspezifische Unterschiede	267
	7.4.2 Deskriptive Statistiken und Zusammenhangsanalysen	269
	7.4.3 Erfolgswirkungen von Markt und Industriestruktur	273
7.5	Eckpunkte der Strategien von PU	275
	7.5.1 Deskriptive Statistiken zu strategischen Aspekten	275
	7.5.2 Erfolgswirkungen des Marktzugangs und anderer Strategieaspekte	280
7.6	Geschäftsplanung für externe Adressaten	282
	7.6.1 Deskriptive Statistiken zur Geschäftsplanung	282
	7.6.2 Bestimmungsgrößen der Planungsqualität	283
	7.6.3 Erfolgswirkungen der Geschäftsplanung	286
7.7	Management von PU	287
	7.7.1 Deskriptive Statistiken zum Management	287
	7.7.2 Wechselwirkungen mit Aspekten von Größe, Planung und Strategie	292
	7.7.3 Erfolgswirkungen der Managementcharakteristika	296
	7.7.4 Mißerfolge und Managerfluktuation bei PU	298
7.8	Interaktion mit der VCG	300
	7.8.1 Deskriptive Statistiken der Interaktionskenngrößen	300
	7.8.2 Einfluß von VCG-Politik, Teilnehmungsmerkmalen und Marktaspekten	303
	7.8.3 Erfolgswirkungen der Interaktionskenngrößen	308
7.9	Bivariate Befunde zu den Forschungshypothesen im Überblick	310
8.	Konfirmatorische multivariate Analysen zu den Erfolgsstrategien von VCG	315
8.1	Übersicht zum vorgesehenen Analysegang	315
8.2	Hypothesengerechte Struktur- und Meßmodelle und kausal-analytisches Vorgehen im Rahmen der LISREL-Methodik	318
8.3	Faktorenanalysen zur Überprüfung der Dimensionalität komplexerer Meßmodelle	327
8.4	Kausalanalyse eines Teilmodells mit den endogenen Variablen Rendite und Insolvenzrisiko	330
8.5	Kausalanalyse eines Teilmodells mit der Rendite als einziger endogener Variablen	335

8.6	Ergänzende multivariate Analysen zur Absicherung der Robustheit der Befunde der LISREL-Analyse	339
8.7	Ergebnisse der Kausalanalysen im Überblick.	344
9.	Normative Implikationen für das Management von VCG und die Gestaltung von Rahmenbedingungen	349
9.1	Implikationen für erfolgversprechende VCG-Strategien	349
9.1.1	Bedeutung der PU-Managementqualifikation	349
9.1.2	Aktive Beratungsunterstützung des PU durch die VCG.	353
9.1.3	Starke (Minderheits-)Gesellschafterstellung der VCG bei ihren PU	355
9.1.4	Trennung großer und kleiner Beteiligungsfälle	357
9.1.5	Stärkere Berücksichtigung von Marktaspekten der PU	359
9.1.6	Stärkere Berücksichtigung der Wettbewerbsrisiken von PU	361
9.1.7	Konzentration auf PU mit direktem Zugang zum (End-)Absatzmarkt	362
9.1.8	Intensivere Berücksichtigung der PU-Geschäftsplanung	363
9.2	Implikationen zur Methodik und Umsetzung der Erfolgsmessung	364
9.2.1	Messung der Internal Rate of Return und des Risikos durch VCG	365
9.2.2	Offenere Kommunikation der Ergebnisse von VCG	366
9.2.3	Methodische Verbesserung/Vervollständigung der Erfolgsmessung	369
9.2.4	Verankerung der Erfolgsmaße im Jahresabschluß der VCG	371
9.2.5	Gründung einer Rating- und Performanceanalyse-Gesellschaft	372
9.3	Implikationen zur Gestaltung der Rahmenbedingungen	374
9.3.1	Aktive Weiterentwicklung der unteren Börsensegmente	374
9.3.2	Weiterentwicklung öffentlicher Förderprogramme	376
9.3.3	Steuerliche Gleichstellung von VCG- und Direktinvestitionen.	379
10.	Schlußbetrachtungen	381
10.1	Ansatzpunkte für die weitere Forschung im Überblick	382
10.1.1	Ansatzpunkte zur Datenbasis für empirische Studien	382
10.1.2	Ansatzpunkte zur Erfolgsmessung einzelner Beteiligungen/VCG	384
10.1.3	Ansatzpunkte zu Erfolgsfaktoren einzelner Beteiligungen/VCG	385
10.1.4	Ansatzpunkte zu Rahmenbedingungen für den VC-Markt	386
10.2	Risiko-Scoringmodelle zur Verbesserung der Erfolgsmessung	387
10.3	Detaillierung und Präzisierung wichtiger Erfolgsdeterminanten	389

Anhang 1: Systematisierung des Literaturfeldes	395
Anhang 2: Erhebungsinstrument der empirischen Untersuchung . . .	411
Anhang 3: Übersicht deutscher Venture Capital-Gesellschaften . . .	423
Anhang 4: Korrelationen innerhalb der einzelnen Variablenblöcke .	439
Literaturverzeichnis	449
Sachregister	487

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1.1: Kurzprofil des deutschen VC-Marktes	4
Abb. 1.2: Ziele der Arbeit	9
Abb. 1.3: Struktur und Leitfragen der Arbeit	12
Abb. 2.1: Organisationsformen der VC-Finanzierung	20
Abb. 2.2: Eigenkapitalquoten in ausgewählten Industrienationen.	25
Abb. 2.3: Phasenorientiertes Geschäftsmodell von VCG	34
Abb. 2.4: Finanzierungsphasen	37
Abb. 2.5: Idealtypischer Prozeß der Beteiligungswürdigkeitsprüfung	40
Abb. 3.1: Wichtige Regelungen des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften vom 17.12.1986	59
Abb. 3.2: VC-Markt Deutschland 1988-1998	89
Abb. 3.3: Struktur des deutschen VC-Marktes – 1998	91
Abb. 3.4: Anteile einzelner Nationen am europäischen VC-Markt	95
Abb. 3.5: Marktgrößen im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt	97
Abb. 3.6: Anteile der Finanzierungsphasen im internationalen Vergleich	98
Abb. 4.1: Agency-Effekte des externen Eigenkapitals	116
Abb. 4.2: Reduzierung von Agency-Kosten durch Monitoring und Bonding	119
Abb. 4.3: Institutionen- und informationsökonomische Probleme und Lösungsansätze bei VC-Finanzierungen	136
Abb. 5.1: Anlage der eigenen Untersuchung	148
Abb. 5.2: Systematisierung des Literaturfeldes	150
Abb. 5.3: Beteiligungsrentabilitätsmaße Internal Rate of Return (IRR)	166
Abb. 5.4: Grobstruktur des Variablenblockmodells	177
Abb. 5.5: Methodisches Vorgehen	179
Abb. 6.1: Detailliertes Mengengerüst der eigenen Datenerhebung	227
Abb. 7.1: Verteilung der Internal Rate of Return	241
Abb. 7.2: Verteilungen der subjektiven Erfolgsmaße	244
Abb. 7.3: Charakteristika der Produkte/Dienste von PU	277
Abb. 7.4: Wertschöpfungsumfang der PU	279
Abb. 8.1: Grundstruktur der Kausalanalysen	319
Abb. 8.2: Kausalanalyse mit zwei endogenen Variablen	333
Abb. 8.3: Kausalanalyse mit einer endogenen Variablen	337
Abb. 10.1: Ansatzpunkte für die weitere Forschung	383

Tabellenverzeichnis

Tab. 1.1:	Erfolgskennzahlen deutscher VCG auf Jahresabschlußbasis	2
Tab. 3.1:	Segmente des deutschen Eigenkapitalmarktes	49
Tab. 3.2:	Segmente des VC-Marktes	56
Tab. 3.3:	Finanzierungshilfen für nicht börsenreife Unternehmen . .	79
Tab. 3.4:	Ausgewählte öffentliche Fördermaßnahmen für Existenzgründer	82
Tab. 3.5:	Förderprogramme für die neuen Länder	83
Tab. 3.6:	Verteilung der Finanzierungsphasen im deutschen VC-Markt	92
Tab. 3.7:	Verteilung der Desinvestitionswege im deutschen VC-Markt	94
Tab. 4.1:	Neoklassische, institutionen- und informationsökonomische Perspektiven zum Kapitalmarkt	102
Tab. 4.2:	Wichtige Agency-Effekte von VC-Finanzierungen	120
Tab. 5.1:	Multivariat korrelative Literatur zu VC-Finanzierungen . .	158
Tab. 5.2:	Risiken von VC-Finanzierungen	168
Tab. 5.3:	Geschäftsplanung für junge Unternehmen	201
Tab. 5.4:	Potentiell Erfolgsrelevante gründerbezogene Qualifikationsindikatoren in ausgewählten Gründerstudien	205
Tab. 5.5:	Literaturgestützte Hypothesen und Forschungsfragen – Erfolgsbestimmungsgrößen –	215
Tab. 5.6:	Literaturgestützte Hypothesen und Forschungsfragen – übrige Zusammenhänge –	216
Tab. 6.1:	Anhaltspunkte zur Qualifikation der Bearbeiter des Erhebungsinstruments	226
Tab. 6.2:	Finanzierungsphasen der PU der eigenen Stichprobe . . .	231
Tab. 6.3:	Desinvestitionskanäle der PU der eigenen Stichprobe . . .	232
Tab. 6.4:	Branchen der PU der eigenen Stichprobe	233
Tab. 7.1:	Deskriptive Statistiken der Erfolgsmaße	239
Tab. 7.2:	Korrelationen der Erfolgsmaße.	245
Tab. 7.3:	Kreuztabellierungen Internal Rate of Return vs. Rendite im Vergleich zum Geschäftsplan	248
Tab. 7.4:	Deskriptive Statistiken der Charakteristika der VCG	251
Tab. 7.5:	Deskriptive Statistiken der Beteiligungsmerkmale.	256
Tab. 7.6:	Erfolgszusammenhänge der Beteiligungsmerkmale	258
Tab. 7.7:	Finanzierungsphasenabhängige Unterschiede von Beteiligungsmerkmalen und Erfolg	261
Tab. 7.8:	Desinvestitionskanalbezogene Erfolgsunterschiede	265

Tab. 7.9: Branchenspezifische Unterschiede von Beteiligungsmerkmalen und Erfolg	268
Tab. 7.10: Deskriptive Statistiken zu Markt und Industriestruktur	270
Tab. 7.11: Erfolgswzusammenhänge der Industriestruktur und Marktcharakteristika	273
Tab. 7.12: Kreuztabellierung von Produkt- versus Marktinnovation	280
Tab. 7.13: Erfolgswzusammenhänge des Marktzugangs	281
Tab. 7.14: Deskriptive Statistiken der Geschäftsplanungscharakteristika	283
Tab. 7.15: Variablenblockübergreifende Zusammenhänge der Geschäftsplanungscharakteristika	284
Tab. 7.16: Erfolgswzusammenhänge der Geschäftsplanungscharakteristika	286
Tab. 7.17: Deskriptive Statistiken der Managementcharakteristika	289
Tab. 7.18: Variablenblockübergreifende Zusammenhänge der Manage- mentcharakteristika mit Größenindikatoren	293
Tab. 7.19: Variablenblockübergreifende Zusammenhänge der Manage- mentcharakteristika mit Planungs- und Strategievariablen	295
Tab. 7.20: Erfolgswzusammenhänge der Managementcharakteristika	297
Tab. 7.21: Erfolgswzusammenhänge der Fluktuationsmaße	299
Tab. 7.22: Deskriptive Statistiken der Interaktionscharakteristika VCG-PU	301
Tab. 7.23: Zusammenhänge zwischen Finanzierungsphase und Interaktion VCG-PU	304
Tab. 7.24: Zusammenhänge zwischen Merkmalen der Beteiligungs- struktur und des PU-Marktes mit der Interaktion VCG-PU	307
Tab. 7.25: Erfolgswzusammenhänge der Interaktionscharakteristika VCG-PU	309
Tab. 7.26: Erkenntnisse der bivariaten Hypothesentests im Überblick	311
Tab. 7.27: Befunde für die übrigen Zusammenhänge	313
Tab. 8.1: Faktorenanalysen zu den Meßmodellen der exogenen Variablen Planungsqualität und Managementqualifikation	328
Tab. 8.2: Faktorenanalysen zu den alternativen Meßmodellen der endogenen Variablen Rendite	329
Tab. 8.3: Multivariate Regressionsanalyse zur Rendite.	340
Tab. 8.4: Multivariate Varianz- und Diskriminanzanalyse zur Rendite	341
Tab. 8.5: Diskriminanzanalyse zum Insolvenzrisiko	342
Tab. 8.6: Multivariate Regressionsanalyse zur Rendite.	343
Tab. 8.7: Kausalanalytische Befunde zu Erfolgsbestimmungsgrößen	344
Tab. 9.1: Normative Untersuchungsergebnisse im Überblick – Teil 1	350

Tab. 9.2: Erfolgswirkungen der funktionalen und branchenbezogenen Erfahrung des PU-Managements	351
Tab. 9.3: Normative Untersuchungsergebnisse im Überblick – Teil 2	365
Tab. 9.4: Normative Untersuchungsergebnisse im Überblick – Teil 3	374
Tab. 10.1: Mögliches Scoringmodell zur Abschätzung des Risikos einzelner Portfolioinvestments	388
Tab. 10.2: Detaillierter Forschungsbedarf für wichtige Erfolgsdeterminanten	390
Tab. A1.1: Literatur zu Einzelpersonen (Spalte A)	396
Tab. A1.2: Normative, deskriptive und bivariat korrelative Literatur zu Einzelgesellschaften (Felder B1-B3)	397
Tab. A1.3: Normative, deskriptive und bivariat korrelative Literatur zu Portfolios/VCG (Felder C1-C3)	400
Tab. A1.4: Multivariat korrelative Literatur zu Einzelgesellschaften und Portfolios/VCG (Felder B4 und C4).	404
Tab. A1.5: Literatur zur öffentlichen Förderung (Spalte D).	408
Tab. A1.6: Literatur zur Erfolgsmessung (Spalte E)	409
Tab. A3.1: Übersicht deutscher Venture Capital-Gesellschaften 1996	424
Tab. A3.2: Übersicht deutscher Venture Capital-Gesellschaften 1997	428
Tab. A3.3: Übersicht deutscher Venture Capital-Gesellschaften 1998	432
Tab. A4.1: Zusammenhänge zwischen Variablen zu Merkmalen von Portfolioinvestments	438
Tab. A4.2: Zusammenhänge zwischen Variablen zu Industriestruktur und Markt	441
Tab. A4.3: Zusammenhänge zwischen Variablen zur Strategie von Portfoliounternehmen	442
Tab. A4.4: Zusammenhänge zwischen Geschäftsplanungscharakteristika	443
Tab. A4.5: Zusammenhänge zwischen Managementcharakteristika	444
Tab. A4.6: Zusammenhänge zwischen Interaktionscharakteristika VCG-PU	445